Состав портфеля в текущих условиях: практические аспекты

Александр ФЕТИСОВ,
начальник аналитического отдела Россельхозбанка

Серьезное ужесточение денежно-кредитных условий, а также высокая вероятность сохранения жесткости денежно-кредитной политики регулятора длительное время в настоящий момент как создает уникальные возможности для формирования портфеля облигаций, так и накладывает определенные ограничения на выбор активов.

Доходности корпоративных облигаций находятся на самых высоких уровнях за последние 10–15 лет

ДИСПОЗИЦИЯ РЫНКА

Доходности корпоративных облигаций находятся на самых высоких уровнях за последние 10–15 лет. Например, доходность индекса корпоративных облигаций IFX-Cbonds в июле достигала 18.7 % годовых — рекордно высокого значения с апреля 2009 года. Доходность индекса полной доходности RGBITR достигла 29 июля значения 16.6 %, что является максимальным значением за всю историю расчета индекса. Вместе с тем сохраняющийся «перегрев» экономики, усугубленный дефицитом рабочей силы, высокая степень дифференциации процентных ставок, бюджетный импульс достаточно сильно усложняют и удлиняют действие трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики, что вынуждает регулятора ужесточать ДКП и поддерживать жесткость коммуникации. При составлении портфелей облигаций мы должны учитывать не только открывающиеся возможности, но и, безусловно, высокую степень неопределенности в отношении дальнейшей траектории ДКП. Оценка июльской инфляции ЦБ России не подразумевает «двоякой» трактовки: регулятор отметил, что устойчивые компоненты инфляции в июле были близки к июньским значениям, оставаясь высокими. С поправкой на сезонность месячный прирост цен составил 16.1 % за счет индексации тарифов, годовая инфляция возросла на 9.13 % (без учета индексации годовая инфляция практически не изменилась и составила 9.08 % по сравнению с 9.13 % в июне). И как вывод — «для того чтобы инфляция вновь начала снижаться, требуется дополнительное ужесточение денежно-кредитных условий». Кроме того, недельная инфляция после нескольких периодов

спада вновь стала расти, развеивая надежды на сезонный спад ценового давления. Надеемся, что сентябрьское заседание ЦБ по ставке даст более ясную и четкую картину будущего, но все-таки предполагаем, что «негативный» сценарий в виде повышения ключа вполне реалистичен.

ТЕОРИЯ И ПРАКТИКА

При расчете любого инвестиционного портфеля и портфеля облигаций в частности необходимо учитывать три важнейших аспекта: горизонт инвестирования, желаемую доходность клиента и его отношение к риску. Но на практике не всегда можно четко и ясно получить ответы на эти три вопроса. Как правило, клиент заинтересован в максимально возможном доходе, не готов терпеть убытки, а срок инвестирования представляется для него достаточно абстрактным понятием, не говоря уже о ликвидности портфеля. Что касается горизонта, то, как правило, клиент редко выходит за рамки трех лет. В этой статье мы попытаемся обозначить принципы составления портфеля облигаций в текущих условиях, а также составим три портфеля для трех типов инвесторов: консервативного, сбалансированного и клиента с повышенным риск-аппетитом.

Сейчас действительно складываются исторически самые интересные возможности на рынке облигаций с фиксированным купоном

БОНД, ПРОСТО БОНД

Мы выделяем сейчас три основных вида рублевых облигаций, которые интересно рассмотреть с точки зрения соотношения риск/доходность для добавления в портфель частного инвестора: корпоративные флоатеры, корпоративные облигации с фиксированной ставкой и ОФЗ.

Корпоративные облигации с привязкой купона к RUONIA или ключевой ставке, которые приобрели особую популярность среди инвесторов в первой половине года, действительно сейчас могут показаться интересным решением, но на относительно коротком промежутке времени — до 1–1.5 лет. На горизонте до 3 лет мы допускаем, что они будут проигрывать облигациям с фиксированной ставкой. Облигации с плавающим купоном обеспечивают отличную защиту от роста ставок, но не защищают портфель в период активного смягчения денежно-кредитной политики. С учетом того, что регулятор все-таки допускает снижение ставок в 2025 году (среднесрочный прогноз ключевой ставки на 2025 год составляет 14–16 %, а в 2026 году — 10–11 %), переломным моментом для флоатеров как раз может стать середина 2025 года. Ликвидность важна всегда, и, как показывает практика, во флоатерах она может быть наиболее актуальна. При «смене преимущественных ветров» количество продавцов флоатеров, учитывая, что инструмент популярен сейчас не только среди индивидуальных инвесторов, но и среди институциональных, в определенный момент времени может быть значительным, что неизбежно скажется на рыночной цене не в лучшую сторону.

КОРОТКИЕ ИЛИ ДЛИННЫЕ?

В случае, если мы рассматриваем стандартный запрос на портфель до трех лет, обеспечивающий максимальный доход, то сейчас действительно складываются исторически самые интересные возможности на рынке облигаций с фиксированным купоном. С учетом того, что облигации, как правило, покупаются до погашения, составляющая совокупного риска в виде процентного риска и риска ликвидности становится не так важна, как кредитный риск. Итак, какие доходности в целом сейчас могут предложить корпоративные облигации с фиксированным купоном? Если судить по индексу Мосбиржи RUCBTR2A3A облигаций с самыми высокими кредитными рейтингами, то доходность облигаций с рейтингом AAA-AA сейчас составляет 18.18 % со средней дюрацией 1.8 года. Облигации высокого качества, но с рейтингом пониже — от A- до AA- дают среднюю доходность с сопоставимой дюрацией уже 19.3 %, а облигации с рейтингом от B- до BBB+ могут дать уже 21–24 % годовых.

ОФЗ в списке предпочтений занимают последнюю строчку. Доходности облигаций короткой части кривой — от 1 до 3 лет сейчас предлагают около 16.6 % годовых, что существенно ниже доходностей «корпоратов» с наивысшим рейтингом, а инверсная кривая предполагает, что длинные облигации с дюрацией свыше 5 лет могут дать только 15–15.5 % годовых. С учетом того, что сценарий дальнейшего ужесточения со стороны регулятора не стоит сбрасывать со счетов, сейчас еще слишком рано инвестировать в «длинный конец». «В поисках дна» в ОФЗ есть перспектива заморозить денежные средства на достаточно длительное время при наличии хороших и ликвидных альтернатив и проиграть в доходности на коротком промежутке времени.

С учетом того, что сейчас все-таки настали трудные времена для компаний с высокой долговой нагрузкой, какие отрасли следует предпочесть, а какие избегать? Из наиболее защищенных от влияния высокой ключевой ставки выделим следующие: финансовый сектор, нефтегазовый сектор, АПК и сельское хозяйство,

золотодобытчики, сектор черной металлургии, железнодорожный транспорт, электроэнергетика, розничная торговля в части продуктовой розницы. Из секторов, которые в большей степени подвержены негативному влиянию жестких денежно-кредитных условий, выделим сектор строительства, лизинг, телекоммуникационную отрасль, сектор микрокредитования.

КАК ДИВЕРСИФИЦИРОВАТЬ ПОРТФЕЛЬ?

Диверсификация портфеля как по отраслям, так и по эмитентам представляется нам сейчас одной из наиболее важных аспектов при составлении портфеля в текущих условиях, которую ни в коем случае нельзя игнорировать. Сколько имен? Теория и расчеты показывают, что наибольший эффект от диверсификации достигается при количестве имен в портфеле близком к тридцати. Однако на практике достаточно трудно подобрать такое количество инструментов с учетом ликвидности, доходности и срока. Кроме того, многое зависит от толерантности к риску. В любом случае, чем ниже мы спускаемся по ступеням кредитного рейтинга, тем большее число имен должен содержать портфель. Если в сегменте AAA-AA можно ограничиться числом эмитентов 10–15, то в сегменте B-BBB количество эмитентов должно приближаться к оптимальному числу.

СТРАТЕГИЯ ВЫБОРА

Итак, если клиентский портфель подразумевает годовой горизонт инвестирования, то в текущей ситуации альтернатива корпоративным облигациям с плавающей ставкой может быть найдена только в фондах денежного рынка и (отчасти) в депозитах, но вложения в эти инструменты не подразумевают активного инвестирования и тем более реинвестирования дохода. Согласно нашему базовому сценарию, средняя ключевая ставка на ближайшие 12 месяцев составит 16.8%, а средняя RUONIA — 16.5%, и исходя из этого предположения мы составили предпочитаемый нами список облигаций с плавающим купоном. В своем выборе я руководствовался еще двумя важными характеристиками — ликвидностью выпусков и периодичностью купонных выплат. В целом мы отдаем предпочтение корпоративным флоатерам с ежемесячным купоном, что позволяет активно управлять портфелем и до определенной степени улучшить доходность путем инвестирования денежного потока. Итак, сейчас интересны следующие бумаги с привязкой купона к ключевой ставке: ИКС5Фин3Р2 (расчетная доходность 17.6%), Газпнф3Р8R (расчетная доходность 17.8%), Газпн3Р10R (расчетная доходность 17.80%), Европлн1Р7 (расчетная доходность 18.53%), ЕврХол3Р01 (расчетная доходность 17.7%), Магнит4Р06 (расчетная доходность 17.5%), МОЭСКБО1Р5 (расчетная доходность 17.8%), Россет1Р13 (расчетная доходность 17.6%), РСетиМР1Р6 (расчетная доходность 17.85%) и РСХБ2Р3 (расчетная доходность 17.8%).

Как уже отмечалось, на горизонте от 1 до 3 лет корпоративные облигации с фиксированным купоном сейчас смотрятся более привлекательно, чем корпоративные флоатеры: для клиентов с низкой толерантностью к риску можно предложить широкий выбор корпоративных облигаций с рейтингом AAA-AA. Практика показывает, что средняя дюрация в 1.5 года является оптимальной с точки зрения соотношения риск/доходность. Так, если в качестве индикатора взять динамику индекса Мосбиржи RUCBT3A3YNS (корпоративные облигации с рейтингом долгосрочной кредитоспособности AAA) со средней дюрацией 1.6 года, то доходность индекса с начала года к 15 августа составила 1.7%, при этом максимальная просадка была на уровне 0.26%. Доходность индекса Мосбиржи корпоративных облигаций с рейтингом долгосрочной кредитоспособности AA с начала года составила 2% при максимальной просадке также на уровне 0.26%. Из текущих наших предпочтений мы выделяем следующие 10 бумаг: ПочтаР2Р01 (YTM 19.05%, dur 2.38), Автодор5Р1 (YTM 19.2% dur 1.7), Ростел1Р6R (YTM 19.05% dur 1), ЕАБР3Р-006 (YTM 19.04% dur 1.4), РЖД 1Р-05R (YTM 19% dur 1.43), НорНикБ1Р2 (YTM 18.79 dur 1.07, РусГидрБП9 (YTM 18.58 dur 1.38), ГПБ001Р26Р (YTM 18.22% dur 1.9), ГазпромКР6 (YTM 18.54 dur 2.86), ВЭБ1Р-18 (YTM 18.51 dur 2.06). Портфель корпоративных облигаций для клиентов с умеренной толерантностью к риску с горизонтом инвестирования от 1 года до 3 лет и со средней доходностью к погашению от 20% годовых предполагает уже инвестирование в инструменты с более низкими кредитными рейтингами — до A-. На текущий момент мы предпочитаем следующие 10 бумаг: СамолетР15 (YTM 20.99% dur 1.65), ГИДРОМАШ02 (YTM 20% dur 2.15), О'КЕЙ Б1Р6 (YTM 21.8% dur 2.1), iВУШ 1Р2 (YTM 20.7% dur 1.7), iКарРус1Р2 (YTM 20.6% dur 1.55), ЭталонФин1 (YTM 21.4% dur 1.34), ХКФБанкБ04 (YTM 21.36% dur 1.6), ГТЛК 1Р-04 (YTM 21.66% dur 1.5), Систем1Р11 (YTM 20.1% dur 2.52), Ювелит 1Р1 (YTM 20% dur 1.23).

На горизонте от 1 года до 3 лет корпоративные облигации с фиксированным купоном сейчас смотрятся более привлекательно, чем корпоративные флоатеры